

Bestyrelsessammensætning og finansiell performance i børsnoterede virksomheder – belyst i et corporate governance perspektiv

Af Caspar Rose*

Resumé

Artiklen beskriver bestyrelsessammensætningen i danske børsnoterede virksomheder, som analyseres med udgangspunkt i diskussionen om god corporate governance. Nørby-udvalgets rapport om god corporate governance indeholder bl.a. en række konkrete anbefalinger om, hvordan bestyrelsen bør sammensættes. Denne analyse søger at undersøge, om der kan identificeres nogle specifikke bestyrelsesstrukturer, der øger selskabernes finansielle performance. Undersøgelsen viser imidlertid, at dette ikke er tilfældet.

Det gøres således gældende, at Københavns Fondsbørs krav til virksomhederne om "comply or explain" i den sammenhæng er uheldig, da øget compliance vedrørende Nørby-udvalgets bestyrelsesanbefalinger ikke øger selskabernes værdiskabelse. Der argumenteres for, at en effektiv bestyrelsessammensætning afhænger specifikt af den enkelte virksomhed, samt at bestyrelsens rolle og virke især er udslagsgivende, når et selskab befinder sig i en krisesituation eller på anden måde er under eksternt pres.

Introduktion

I forbindelse med de senere års diskussion om god corporate governance eller god selskabsledelse i danske børsnoterede virksomheder er der for alvor blevet sat fokus på bestyrelsens arbejde og funktion. De mange store finansskandaler i USA og Europa illustrerer alle vigtigheden i at have en uafhængig og effektiv bestyrelse, der kan overvåge den daglige ledelse, således at aktiemarkedernes tillid til ledelsen i børsnoterede selskaber opretholdes.

Kendetegnet ved de mange skandaler har været, at bestyrelsen ikke har varetaget sin opgave, dvs. ikke i tilstrækkelig grad har evnet eller villet kontrollere ledelsen. Bestyrelsen er enten blevet ført bag lyset eller har stiltiende accepteret ledelsens opportunistiske handlinger. Analysen af bestyrelsens struktur og sammensætning er et særdeles væsentligt element i corpo-

rate governance, hvor formålet er at sikre, at ledelsen udstyres med nogle incitamenter, således at den får sammenfaldende interesser med aktionærerne.

Corporate governance tager udgangspunkt i de problemer, som adskillelsen mellem ejerskab og kontrol afstedkommer. Spredt ejerskab kendetegner netop store børsnoterede aktieselskaber, hvilket kan medføre uheldige konsekvenser i form af agentomkostninger, eftersom ledelsen kan blive fristet til at forfølge egne målsætninger. Dette bevirker i sidste ende et velfærdstab for samfundet, eftersom kapitalindskyderne vil være mere tilbageholdende med at overlade ledelsen den nødvendige kapital, selv om ledelsen har identificeret investeringer med positiv nettonutidsværdi.

I marts 2001 blev det såkaldte Nørby-udvalg nedsat bestående af fire fremtræ-

dende erhvervsfolk: Lars Nørby Johansen (formand), Jørgen Lindegaard, Mads Øvlisen og Waldemar Schmidt på foranledning af den daværende erhvervsminister. Udvalget blev anmodet om at vurdere, hvorvidt der var behov for anbefalinger om god selskabsledelse i Danmark og i givet fald fremkomme med forslag hertil. Rapporten blev offentliggjort i december 2001, og den har for alvor sat gang i debatten om corporate governance i Danmark, om end det bemærkes, at det videnskabelige belæg for de enkelte anbefalinger ikke har været tilstrækkeligt veldokumenteret. Desuagtet kræver Københavns Fondsbørs i sine Udsteder-forpligtigelser, at hvert selskab aktivt forholder sig til Nørby-rapportens anbefalinger i årsrapporten jfr. "comply or explain" princippet (en utilstrækkelig efterlevelse heraf vil dog ikke kunne sanktioneres dvs. der er med andre ord tale om såkaldt "soft law"). Nørby-rapporten er siden blevet fulgt op af en komite, på foranledning af Fondsbørsen, der foruden 2 oprindelige medlemmer er blevet suppleret af yderligere 5 personer (dog ingen fra forskningsverdenen). I Nørby II-rapporten har man dels modificeret nogle af anbefalingerne, dels forsøgt at styrke begrundelsen for allerede eksisterende anbefalinger. Der er i maj 2005 kommet en ny udgave af Nørby-rapporten, som modificerer og ophæver nogle af de mange konkrete anbefalinger den oprindelige rapport indeholdt.

Danmark er langt fra ene om at have anbefalinger om god corporate governance (jfr. f.eks. The Combined Code i UK samt OECD's principper om god corporate governance). Kendetegnet for de danske anbefalinger er, at mange af dem er særdeles konkrete, hvilket i høj grad gør dem operationelle. Man kan dog stille spørgsmål ved, om de nævnte anbefalinger er til gavn for aktionærerne. I en situation med perfekte kapitalmarkeder vil markedet selv "korrigere" kursen på en virksomhed, hvis markedet er af den overbevisning, at f.eks. selskabets bestyrelsesstruktur er uhensigtsmæssig. Som følge heraf vil virksomheden af

egen drift forsøge at leve op til markedets forventninger, sml. Adam Smiths usynlige hånd. Man kan ligeledes gøre gældende, at danske børsnoterede virksomheder er så forskellige, at det ikke giver mening at tale om fælles anbefalinger for virksomhedernes bestyrelsesstruktur.

Hypoteser

I det følgende vil undersøgelsens hypoteser blive gennemgået og motiveret, om end det bemærkes, at teorien er skrøbelig pga. manglende teori på området. Analysen koncentrerer sig om 4 hypoteser, der relaterer sig til sammenhængen mellem bestyrelsesstruktur og finansiel performance. Nørby-rapporten indeholder således en lang række konkrete anbefalinger om god corporate governance, herunder et afsnit om bestyrelsessammensætning.

H1: Jo større et selskabs bestyrelse er, des dårligere finansiel performance

De to forrige udgaver af Nørby-rapporten anbefaler specifikt, at antallet af generalforsamlingsvalgte medlemmer højst udgør 6 personer. Årsagen er, at man søger at opnå en mere effektiv beslutningsproces samt en mere effektiv overvågning af direktionen. Hvis bestyrelsen er for stor, er der en risiko for, at det enkelte bestyrelsesmedlems ansvarsfølelse udvandes, dvs. man regner med, at de andre bestyrelsesmedlemmer overvåger og kontrollerer direktionen. Beslutningsprocessen i store bestyrelser kan samtidig tænkes at være mere langsommelig og besværlig end i mindre bestyrelser. Omvendt kan bestyrelser med mange medlemmer tilføre flere kompetencer i kraft af flere personers deltagelse i arbejdet. I den nye Nørby-rapport fra maj 2005 er anbefalingen blevet modificeret, hvorefter man anbefaler (s. 37), at "Bestyrelsen må med passende mellemrum overveje, hvorvidt antallet af bestyrelsesmedlemmer er hensigtsmæssigt i forhold til selskabets behov"

H2: Jo flere af selskabets direktører, der sidder i selskabets bestyrelse, des dårligere finansielle performance

Den første Nørby-rapport indeholdt nogle anbefalinger, der skal medvirke til at sikre bestyrelsens uafhængighed, så ledelsen er i stand til at handle uafhængigt af særinteresser. Bestyrelsens funktion er at tage beslutninger af mere ekstraordinær karakter samt at overvåge direktionen. Af ASL § 51, stk. 2 fremgår, at flertallet af bestyrelsen skal bestå af personer, der ikke er direktører i selskabet. Det synes nærliggende at antage, at kontrollen med direktionen forringes, jo flere af selskabets direktører, der sidder i bestyrelsen, da man i sagens natur ikke kan overvåge sig selv.

Den nyeste rapport anbefaler, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte er uafhængige. For at sikre en høj grad af uafhængighed anbefales desuden, at ingen professionel rådgiver f.eks. selskabets advokat, en tidligere ansat i selskabet eller anden person, der i øvrigt har en væsentlig strategisk interesse i selskabet end som aktionær sidder i bestyrelsen.

Sikringen af bestyrelsens uafhængighed er særdeles vigtig, da en svag kontrol med den daglige ledelse i værste fald kan føre til opportunistisk adfærd fra direktionens side. I den amerikanske diskussion om corporate governance er spørgsmålet om sikringen af bestyrelsens uafhængighed og kontrol med Board of Directors central. I mange amerikanske selskaber er bestyrelsesformanden (Chairman of the Board) samtidig administrerende direktør (CEO) i selskabet, hvilket i en kontrolsammenhæng er uheldigt. Efter Nordisk Fjer skandalen foretog man i Danmark nogle stramninger af lovgivningen, der skulle medvirke til at sikre en mere effektiv kontrol med ledelsen. Det blev på den baggrund forbudt at være arbejdende bestyrelsesformand, og der blev desuden indført nogle regler for bestyrelsens forretningsorden.

Formelt set er de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, der ikke

er direktør i selskabet, i princippet "uafhængige" (betegnes som outsiders), mens dette ikke er tilfældet med insiders. Man kan dog stille spørgsmålstegn ved, om outsiders i Danmark er mere uafhængige og dermed mere effektive i deres overvågning og kontrol med direktionen. Dette skyldes, at mange bestyrelsesmedlemmer sidder i hinandens bestyrelser og dermed udgør en lukket kreds ("the old boy's network"). Dette er baggrunden for, at Nørby-rapporten opfordrer til, at der skal være en større grad af adskillelse mellem direktion og bestyrelse (i Tyskland er der vandtætte skodder mellem direktion og bestyrelse, Aufsichtsrat).

H3: Jo ældre bestyrelsesmedlemmerne er, des dårligere finansielle performance

Den første Nørby-rapport indeholdt en anbefaling, der vakte en del furor i visse kredse, nemlig, at et bestyrelsesmedlem bør udtræde af bestyrelsen det år, hvor medlemmet fylder 70 år. Hensigten med aldersgrænsen var at sikre en årvågen og innovativ bestyrelse, der kan være med til at forny selskabet. Omvendt kan en bestyrelse med en høj alder sikre, at beslutningerne bygger på et solidt erfaringsgrundlag. Anbefalingen blev dog modificeret allerede i Nørby-rapporten II, der kun nævner, at selskabet bør fastsætte en aldersgrænse for bestyrelsesmedlemmer, hvilket går igen i den nyeste version.

H4: Jo flere ledelseshverv hver enkelt bestyrelsesmedlem har, des dårligere finansielle performance

Lovgivningen kræver, at ethvert bestyrelsesmedlems ledelseshverv i andre selskaber oplyses i årsrapporten. Nørby-rapporten anbefaler specifikt, at et bestyrelsesmedlem, der samtidig indgår i en direktion i et aktivt selskab, ikke bør beklæde mere end 3 menige bestyrelsesposter eller alternativt én formandspost samt én mening bestyrelsespost i selskaber, der ikke er en del af

koncernen. Baggrunden er, at hvis et bestyrelsesmedlem har for mange krævende ledelseshverv i andre selskaber, er der en risiko for, at bestyrelsesarbejdet bliver dårligere pga. manglende tid til forberedelse, hvilket er en nødvendig forudsætning for at deltage konstruktivt i bestyrelsesmøderne. På den anden side kan flere ledelseshverv være med til at øge det enkelte bestyrelsesmedlems kompetence, eftersom man opnår indsigt i bestyrelsesarbejdet og bl.a. kan trække på et større netværk af personer, hvis det skulle vise sig at blive nødvendigt. Man kan derfor argumentere for, at antallet af tillidshverv i andre virksomheder kan fungere som et proxy for vedkommendes kvalifikationer i bestyrelsessammenhæng.

Litteratur

Der findes en større mængde international litteratur, der belyser sammenhængen mellem bestyrelsesstruktur og finansiell performance, men litteraturen er næsten udelukkende baseret på amerikanske data og knytter sig til analysen af det enstrenge bestyrelsessystem, jfr. bl.a. Johnson, Daily og Ellstrand (1996) for en oversigt. I det følgende redegøres kort for de væsentligste bidrag.

Hermalin og Weisbach (1988) finder, at sandsynligheden for at et uafhængigt bestyrelsesmedlem tilføjes bestyrelsen, øges, når et selskab har klarer sig dårligt, jfr. ligeledes Lausten (1998) samt Neumann og Voetmann (1999), der begge analyserer stikprøver baseret på danske data. De finder begge en invers relation mellem firing af den administrerende direktør og selskabets performance. Dog er det i praksis svært at bedømme, hvornår en firing kan karakteriseres som frivillig eller ufrivillig, fordi fondsårsmeddelelsens ordlyd i nogle situationer ikke er dækkende (af hensyn til den fyrede direktørs senere jobmuligheder).

Betydningen af outsiders i bestyrelsen, dvs. medlemmer af bestyrelsen, som ikke er knyttet til selskabet, er bl.a. blevet analyseret af Fama (1980) samt Fama og Jensen

(1983), der argumenterer for, at outsiders har incitament til at foretage en effektiv overvågning af insiders pga. af omdømme-effekter. Adskillige empiriske undersøgelser tyder alle på, at en øget andel af outsiders i bestyrelsen ikke påvirker et selskabs finansielle performance (målt som Tobin's Q samt regnskabsmæssigt overskud), jfr. Hermalin og Weisbach (1991) samt Bhagat and Black (1998). De argumenterer for, at årsagen skyldes, at et selskabs performance er en funktion af adskillige faktorer, som kun vanskeligt lader sig kvantificere.

Derimod har det vist sig, at ændringer i bestyrelsessammensætningen påvirker ledelsens beslutninger. Weisbach (1988) tester hypotesen om, at insiders og outsiders, ikke er lige effektive i deres overvågning af CEO'en. Weisbach (1988) finder på baggrund af en stikprøve baseret på 367 selskaber noteret på New York Stock Exchange, at outside-dominerede bestyrelser har en signifikant højere sandsynlighed for at fyre CEO'en, sammenlignet med insider-dominerede bestyrelser.

Borokhovich, Parino og Trapani (1996) analyserer andelen af outsiders indflydelse på udvælgelsen af CEO. De finder en signifikant positiv sammenhæng mellem en højere andel af outsiders og udnævnelsen af en outsider som CEO. De argumenterer for, at markedet ser udnævnelsen af en outsider til CEO som noget positivt, da den nye CEO i højere grad end den forrige insider vil kunne ændre på selskabets strategi og dermed sikre værdiskabelsen til aktionærerne, jfr. ligeledes Rosenstein og Wyatt (1990), der finder, at markedet reagerer positivt på udnævnelsen af en outsider til bestyrelsen. Angående effekten af bestyrelsens størrelse på performance finder Yermack (1996), at der er en signifikant negativ relation mellem performance, målt som Tobin's Q og bestyrelsesstørrelse. En nærliggende forklaring er, at meget store bestyrelser skaber et free rider problem, som gør at bestyrelsens kontrol med ledelsen svækkes.

Weir, Laing and McKnight (2001) foretager et interessant studie, hvor de relaterer nogle af Cadbury komiteens anbefalinger (Code of Best Practice) til performance, målt ved Tobin's Q, hvor deres datagrundlag omfatter 312 UK-selskaber. De finder dog ikke nogen signifikant sammenhæng mellem anvendelse af revisionskomiteer samt andelen af outsiders og selskabernes performance. De argumenterer med, at interne governance mekanismer ikke mindsker agentomkostningerne, men at eksterne governance mekanismer derimod, herunder fjendtlige overtagelser, kan substituere en svag intern governance mekanisme.

Steen Thomsen (2004) har foretaget en undersøgelse af bestyrelsessammensætningen i danske virksomheder. Det fremgår bl.a., at bestyrelserne er relativt små – ca. 7 personer, inklusiv medarbejderrepræsentanter, op at i omkring ¼ af bestyrelserne er direktionen også repræsenteret. Bestyrelsesformandens gennemsnitsalder er 61 år, og vedkommende har i snit 3 tillidshverv i andre selskaber, mens den administrerende direktør i snit har 2 tillidshverv, dog er der stor spredning i antallet af tillidshverv. I Steen Thomsens data materiale ses der på, om bestyrelsesstrukturen påvirker følgende to nøgletal: egenkapitalens forrentning og væksten i salget, hvilket dog ikke viser sig at være tilfældet. Det konkluderes (s. 143), "at der kun er sporadisk støtte i disse tal til Nørbyudvalgets anbefalinger. Det er således ikke indlysende, at virksomheder med store bestyrelser, ældre bestyrelsesformænd og mange bestyrelsesposter klarer sig dårligere end andre – bedømt ud fra disse tal, snarere tværtimod".

Bennedsen og Nielsen (2001) foretager en omfattende analyse af bestyrelsesstrukturen i unoterede virksomheder. De påviser bl.a., at den typiske form for kontrolallokering er at have en dominerende ejer, der også er direktør i virksomheden, og som sørger for, at bestyrelsesformanden er outsider. De øvrige ejere, hvis de eksisterer, er typisk menige bestyrelsesmedlemmer. Bennedsen og Nielsen afdækker ejerskabs-

strukturer i små unoterede virksomheder og viser således, at der er et meget koncentreret ejerskab. Bennedsen og Nielsen (2002) foretager et større studie af bestyrelsesstrukturen i Danmark, herunder effekten af forskellig organisering af ledelsen i unoterede selskaber på performance. De opstiller en tværsnitsregression, som estimeres ved OLS, hvor de finder, at der er en signifikant negativ sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse (herunder når den overstiger 4 personer) og virksomhedens performance (målt som det primære resultat over virksomhedens omsætning). Dog viser forfatterne, at når der korrigeres for selektionsbias gennem en "treatment" model, så bliver resultaterne insignifikante.

Datagrundlag

Undersøgelsen anvender et unikt datasæt omfattende alle børsnoterede selskaber noteret på Københavns Fondsbørs i perioden 1998-2001. Banker og forsikringselskaber er udeladt af materialet (der gælder specielle regler for deres regnskabsaflægelse, således at undersøgelsens performancevariabel vil være påvirket heraf). Desuden er et begrænset antal sportsklubber og IT-selskaber ligeledes udeladt. Endvidere har det også været nødvendigt at udelade A.P. Møller selskaberne (D/S Svendborg og D/S 1912), da den manglende transparens i informationsafgivelsen fra selskaberne på daværende tidspunkt gør dem uegnede til undersøgelsens formål. Endelig er følgende fire selskaber udeladt af analysen på grund af mangelfulde oplysninger om bestyrelsesforhold: Bavarian Nordic, EuroCom Industries, Expedit samt Genmab.

De primære informationskilder har været selskabernes årsrapporter, som venligst er udlånt fra Account Data på Handelshøjskolen i København samt Københavns Fondsbørs hjemmeside, hvor der ligeledes er information om de enkelte selskaber (i enkelte tilfælde er selskabernes egne hjemmesider blevet anvendt).

Foruden årsrapporter er databasen Greens Online blevet anvendt, som er en omfattende database over danske virksomheder (i særlige tilfælde har følgende databaser ligeledes været anvendt: Kompas, Amadeus, CD-direct og Købmandsstandens Oplysningsbureau).

Et mindre antal selskaber rapporterer ikke offentligt information om bestyrelsesmedlemmers alder. Derfor har det været nødvendigt at anvende Kraks Blå bog, der indeholder information om alle ledende personer inklusiv forretningsfolk i Danmark.

De personer, der ikke er beskrevet i Kraks Blå bog er forsøgt fundet på www.infomedia og www.borsen.dk, som indeholder artikler i alle større danske aviser, hvor information om manglende personer er søgt fremskaffet. I flere tilfælde er information om alder fremskaffet ved at konsultere annoncer indrykket af selskabet i forbindelse med det pågældende bestyrelsesmedlems jubilæum i selskabet. Til trods for særdeles grundig søgning har det ikke været muligt at få oplysninger om 90 personers alder.

Enkelte selskaber oplyser ikke den præcise ejerskabssammensætning for aktionærer, der ejer over 5 procent, således at den reelle ejerandel af større aktionærer (blockholders) er underestimeret i undersøgelsen. Et selskabs egne aktier er ligeledes udeladt af analysen. Alle tal er gennemsnitstal over perioden, eftersom variationen i bestyrelsessammensætningen er forbløffende stabilt over den betragtede periode. Nogle af variablene er transformeret ved at tage den naturlige logaritme, da det i nogle situationer er relevant at se på den absolutte ændring i Tobi's Q ved en procentuel ændring af den forklarende variable.

Variabel liste

- Tobi's Q: Markedsværdien af egenkapital plus bogført gæld divideret med bogførte aktiver

Bestyrelsesvariable:

- *Beststørrelse*: Det samlede antal bestyrelsesmedlemmer eksklusiv evt. medarbejderrepræsentation
- *Direktører*: Andelen af bestyrelsesmedlemmer, der er direktører i selskabet i forhold til det samlede antal bestyrelsesmedlemmer
- *Bestyrelse>6*: Dummyvariabel lig 1, hvis bestyrelsen består af mere end 6 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, ellers lig 0.
- *Ledelseshverv*: Det gennemsnitlige antal ledelseshverv per bestyrelsesmedlem
- *LedelseshvervFM*: Formandens gennemsnitlige antal ledelseshverv
- *Alder*: Den gennemsnitlige alder i bestyrelsen
- *AlderVar (ALV)*: Variansen på den gennemsnitlige alder i bestyrelsen
- *AlderFM (ALF)*: Formandens alder
- *Alder \geq 65 (A65)*: Andelen af bestyrelsesmedlemmer, der er 65 år eller derover i 2001
- *Alder \geq 70 (A70)*: Andelen af bestyrelsesmedlemmer, der er 70 år eller derover i 2001

Kontrolvariable:

- *Aflønning*: Den samlede aflønning til bestyrelsen divideret med det samlede antal bestyrelsesmedlemmer. Det antages, at jo højere aflønning, bestyrelsesmedlemmerne modtager, des mere arbejde vil de lægge i arbejdet, således at selskabets performance øges.
- *Vækst*: Væksten i bogførte aktiver fra 1998-2001. Er medtaget som et simpelt risikomål.
- *Ejerskab*: Kumuleret ejerandel for alle aktionærer, der ejer mere end 5 procent. Koncentreret ejerskab antages at være en faktor, som kan mindske agentomkostningerne jfr. bl.a. Shleifer og Vishny "A survey of corporate governance". Journal of Finance, vol. LII, No. 2, 1997.
- *Størrelse*: Nettoomsætningen for koncernen, jfr. bl.a. Fama og French (1992), der finder en signifikant sammenhæng mellem selskabets størrelse og performance.

- *Stdafvstørrelse*: Standardafvigelsen af nettoomsætningen for koncernen. Medtaget som et simpelt mål for risikoen.
- *Insider*: Ejerskabet over 5 procent af selskabets insidere, dvs. direktører og bestyrelsesmedlemmer, jfr. bl.a. Mork, Shleifer og Vishny (1988), der angiver en positiv sammenhæng mellem ledelsens ejerskab og performance.
- *Optioner*: Dummyvariabel lig 1, hvis selskabet oplyser, at man har tildelt ledelsen incitamentskontrakter, ellers lig 0. Incitamentskontrakter kan medvirke til at skabe sammenfaldende interesser mellem ledelse og aktionærerne
- *Handel & Service*: Dummyvariabel lig 1, hvis selskabet tilhører den davæ-
- rende branchekategori på Københavns Fondsbørs, ellers lig 0
- *Industri*: Dummyvariabel lig 1, hvis selskabet tilhører den daværende branchekategori på Københavns Fondsbørs, ellers lig 0
- *Rederi*: Dummyvariabel lig 1, hvis selskabet tilhører den daværende branchekategori på Fondsbørsen, ellers lig 0 (udeladt af den beskrivende statistik)

Resultater

I tabel 1 er vist beskrivende statistik for hele datasættet, hvor tallene er gennemsnitstal for den enkelte virksomhed over perioden.

Tabel 1. Beskrivende statistik.

Series	Obs	Mean	Std Error	Minimum	Maximum
TOBINS'Q	113	1.352970	1.025134	0.403036	7.896361
BESTSTØRRELSE	113	5.232301	1.232791	3.000000	10.000000
LNBESTSTØRRELSE	113	1.628599	0.228656	1.098612	2.302585
DIREKTØRER	113	0.059155	0.097997	0.000000	0.350000
DIREKTØR6	113	0.176991	0.383361	0.000000	1.000000
LEDELSESHVERV	113	5.321298	2.545119	0.678571	13.666667
LNLEDELSESHVERV	113	1.548993	0.526231	-0.387766	2.614960
LEDELSESHVERVFM	113	7.255900	5.789672	0.000000	24.500000
ALDER	113	56.780261	4.136017	48.500000	66.145833
ALDERVAR	113	44.989542	33.338349	0.000000	164.222222
ALDERFM	113	59.442478	6.790554	35.000000	73.500000
ALDER70	113	0.019490	0.062764	0.000000	0.333333
ALDER65	113	0.151370	0.154443	0.000000	0.500000
AFLØNNING	113	0.171241	0.138326	0.007143	0.966667
VÆKST	113	0.236407	0.436691	-1.774467	1.000000
EJERSKAB	113	55.951305	18.497321	13.567500	95.962500
LNEJERSKAB	113	3.958242	0.391266	2.607677	4.563957
STØRRELSE	113	3356.218730	6737.843191	5.786250	42077.750000
LNSTØRRELSE	113	6.856388	1.689595	1.755484	10.647274
STDAFVSTØRRELSE	112	798.815921	1978.398210	0.000000	10976.380726
INSIDERE	113	8.330752	15.744042	0.000000	86.180000
OPTIONER	113	0.557522	0.498893	0.000000	1.000000
HANDELSERVICE	113	0.247788	0.433651	0.000000	1.000000
INDUSTRI	113	0.707965	0.456724	0.000000	1.000000

Det ses, at den gennemsnitlige bestyrelsess størrelse er på 5,23 hvilket er mindre end anbefalet i de to første Nørby-rapporter, hvor der maksimalt anbefales 6 generalforsamlingsvalgte medlemmer i bestyrelsen. Dog er der 17,7 procent af virksomhederne, som har en bestyrelse med mere end 6 medlemmer og dermed ikke lever op til anbefalingerne. Som nævnt indeholder den nyeste Nørby-rapport en anbefaling om, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bør være uafhængige, hvilket ikke er tilfældet, når virksomhedens direktører selv sidder i selskabets bestyrelse. Det ses af tabel 1, at andelen af direktører kun udgør knap 6 procent, hvilket må siges at være særdeles beskedent. Det danske ledelsessystem minder således i høj grad om det tostrengede system, som bl.a. forekommer i lande med germansk retstradition. Det fremgår ligeledes af tabellen, at den gennemsnitlige virksomhedsstørrelse (målt på omsætningen) ligger på 3.273 mio.kr. med en standardafvigelse på 786, mens den gennemsnitlige Tobi's Q er på 1,32.

Nørby-rapporterne anbefaler, at bestyrelsesmedlemmer kun har et begrænset antal ledelseshverv i andre selskaber. Det ses af tabellen, at menige bestyrelsesmedlemmer i snit har 5,2 ledelseshverv i andre selskaber, hvilket er mere end Nørby-rapporternes anbefaling om maksimalt 3 ledelseshverv i andre selskaber. Bestyrelsesformanden har et endnu højere antal ledelseshverv i andre selskaber, mere præcist 7,2. (formanden med det største antal ledelseshverv har hele 24,5 ledelseshverv i andre selskaber, hvilket synes overraskende højt). Samtidig viser tabellen, at formanden er knap 60 år, mens de menige bestyrelsesmedlemmer er lidt yngre (knap 57 år). Den første Nørby-rapport indeholdt en anbefaling om, at når et bestyrelsesmedlem fylder 70 år, bør vedkommende udtræde af bestyrelsen, men relevansen af denne anbefalingen er dog beskedent, da kun knap 2 procent af bestyrelsesmedlemmerne var over 70 år i 2001.

De følgende tabeller viser resultatet af regressionsmodellerne med udvalgte bestyrelsesvariable, regresseret mod Tobi's Q, som den afhængige variabel. Da modellernes forudsætning om konstant restledsvarians dvs., fraværd af heteroskedasticitet i tværsnitsregressionsmodeller ikke altid er opfyldt, anvendes i stedet Whites (1980) estimat. Konkret anvendes en konsistent estimator for kovariansmatricen, som dog ikke bygger på en formel model, dvs. hvis man f.eks. grafisk ved at betragte restledene kan få et indtryk af den funktionelle form, synes anvendelsen af Whites metode mindre egnet.

Tabel 2 viser, hvorledes bestyrelsens størrelse påvirker performance, når man samtidig medtager en række kontrolvariable, der antages at påvirke virksomhedens finansielle performance. Der viser sig imidlertid ikke at være nogen signifikant sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og performance, selvom fortegnet er negativt, da man ikke kan afvise, at koefficienten er lig 0. Hypotese H1 må på den baggrund afvises. Resultaterne i tabel 2 tyder på, at ændringer i bestyrelsens størrelse ikke påvirker, hvordan selskabet klarer sig. Det samme er tilfældet, hvis man tager den naturlige logaritme til bestyrelsens størrelse (ikke er vist i artiklen). Amerikanske undersøgelser har som beskrevet vist en positiv signifikant sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og Tobi's Q. En af grundene til, at sammenhængen ikke findes i denne undersøgelse, kan være, at bestyrelsens størrelse ikke er et entydigt begreb, som kan isoleres fra den nationale kontekst. Den juridiske virkelighed i Danmark, omhandlende bestyrelsens funktion og rolle, er således markant forskellig fra f.eks. USA. Eksempelvis er medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer totalt fraværende i amerikanske og engelske bestyrelser. Desuden er amerikanske bestyrelser større end de tilsvarende danske, som i snit kun har 5,2 personer i bestyrelsen (det dobbelte er ofte tilfældet i USA). På den baggrund er det snarere bestyrelsens kompe-

Tabel 2. Regressionsresultater med *Tobi's Q* som afhængig variabel. 113 observationer med heteroskedastiske residualer jfr. White (1980). Tallene i parentes er signifikans niveau.

Uafhængige variable:	1.	2.	3.	4.	5.
Konstant	2,222 (0,037)*	1,115 (0,001)**	1,019 (0,003)**	0,960 (0,007)**	1,379 (0,000)**
Aflønning	0,963 (0,247)				
Vækst	0,709 (0,005)**	0,658 (0,009)**	0,699 (0,008)**		
lnEjerskab	-0,172 (0,437)				
lnStørrelse	-0,095 (0,202)				
Std.afv.størrelse	0,000 (0,133)				
Insider	0,001 (0,863)				
Optioner	0,190 (0,388)	0,305 (0,132)			
Handel/service	-0,105 (0,740)				
Industri	0,269 (0,373)	0,350 (0,036)**	0,432 (0,002)**	0,464 (0,001)**	
Beststørrelse	-0,034 (0,727)	-0,043 (0,620)	-0,026 (0,671)	0,012 (0,850)	-0,005 (0,939)
Jus. R ²	0,086	0,108	0,105	0,025	0,009
F signifikansniveau	0,035**	0,002**	0,002**	0,092*	

** signifikant på et 5 procent niveau, * signifikant på et 10 procent niveau

tence og ikke hvor mange personer, der sidder i bestyrelsen, dvs. om bestyrelsen f.eks. øges fra 6 til 7 personer, er uden betydning for selskabets performance. Samtidig viser F signifikansniveauet, som er relevant, når der er flere end én forklarende variabel, at modellens medtagne variable ikke kan anses for at være lig 0.

Kontrolvariablen Vækst har derimod en signifikant indflydelse på selskabets performance, hvilket også gælder for selskaber inden for industri (på nær den første ligning). Forklaringsgraden for de estimerede ligninger er alle forholdsvis lave, hvilket ofte er tilfældet med tværnsregressioner af selskabers performance.

Tabel 3 viser, hvorledes den finansielle performance påvirkes, når bestyrelsen består af mere end 6 personer. Det ses, at dummyvariablen har negativt fortegn i alle ligningerne og er signifikant forskellig fra 0 i flere af de estimerede ligninger. Når man ser bort fra kontrolvariablene, er dummyvariablen Bestyrelse>6 signifikant på et 10 procents niveau i den sidste ligning, hvilket også er tilfældet, når man inddrager alle kontrolvariablene i den første ligning. Dog viser resultaterne i ligningerne (2) og (5), hvor der tages hensyn til industridummyvariablen, at koefficienten til Bestyrelse>6 ikke længere er signifikant forskellig fra 0. På baggrund af resultaterne i tabel 2 og 3

Tabel 3. Regressionsresultater med Tobit's Q som afhængig variabel. 113 observationer med heteroskedastiske residualer jfr. White (1980). Tallene i parentes er signifikans niveau.

Uafhængige variable:	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
Konstant	1,931 (0,078)*	1,115 (0,014)**	0,882 (0,003)	0,931 (0,000)**	1,066 (0,000)**	1,233 (0,000)**	1,394 (0,000)**
Aflønning	1,004 (0,218)						
Vækst	0,674 (0,007)*	0,681 (0,007)*	0,663 (0,008)**	0,699 (0,007)**	0,718 (0,037)**		
lnEjerskab	-0,158 (0,464)						
lnStørrelse	-0,092 (0,149)	-0,037 (0,574)					
Std.afv.størrelse	0,000 (0,044)**	0,000 (0,045)**	0,000 (0,066)*				
Insider	0,001 (0,896)						
Optioner	0,213 (0,384)						
Handel/service	-0,001 (0,998)						
Industri	0,332 (0,257)	0,461 (0,001)*	0,458 (0,001)**	0,411 (0,002)**	0,442 (0,002)**		
Bestyrelse>6	-0,309 (0,056)*	-0,257 (0,119)	-0,292 (0,035)**	-0,204 (0,097)*	-0,148 (0,234)	-0,283 (0,037)**	-0,233 (0,084)*
Jus. R2	0,102	0,100	0,095	0,104	0,110	0,109	0,028
F signifikansniveau	0,025**	0,004**	0,002**	0,002**	0,078*	0,003**	

** signifikant på et 5 procent niveau, * signifikant på et 10 procent niveau

må H1 derfor afvises. Tabellen viser ligeledes, at de medtagne variable tilsammen har en signifikant indflydelse på den valgte performance variabel.

Tabel 4 viser, hvorledes andelen af direktører i selskabet, som samtidig sidder i selskabets bestyrelse, påvirker performance signifikant. Det ses, at selvom fortegnet er negativt, så er den pågældende variabel langt fra signifikant forskellig fra 0. Industridummyvariablen er igen signifikant forskellig fra 0 bortset fra den første ligning, mens selskabets størrelse (målt ved den naturlige logaritme) er signifikant på et 10 procents niveau i den første ligning. Vækstvariablen er stærkt signifikant for-

skellig fra 0, mens ligningernes forklaringsgrader ligeledes er forholdsvis lave.

Resultaterne i tabel 4 viser, at andelen af bestyrelsesmedlemmer, der samtidig er direktører i selskabet, ikke påvirker selskabets performance, således at H2 bør afvises. Resultaterne afviger således ikke fra internationale studier, der generelt ikke finder en sammenhæng mellem andelen af outsiders og performance, men kun på ændringer heri, hvilket bl.a. kan måles ved at foretage et eventstudie.

Tabel 5 viser sammenhængen mellem performance og bestyrelsens gennemsnitsalder. Tabellen viser, at variablen Alder har en signifikant negativ indflydelse på perfor-

Tabel 4. Regressionsresultater med *Tobi's Q* som afhængig variabel. 113 observationer med heteroskedastiske residualer jfr. White (1980). Tallene i parentes er signifikans niveau.

Uafhængige variable:	1.	2.	3.	4.	5.	6.
Konstant	2,218 (0,035)**	1,033 (0,004)**	0,899 (0,000)**	1,214 (0,000)**	1,073 (0,000)**	1,402 (0,000)**
Aflønning	0,952 (0,258)					
Vækst	0,713 (0,005)**	0,693 (0,004)**	0,679 (0,007)**	0,690 (0,006)**		
lnEjerskab	-0,187 (0,381)					
lnStørrelse	-0,105 (0,089)*	0,018 (0,699)				
Std.afv. størrelse	0,000 (0,156)					
Insider	0,002 (0,753)					
Optioner	0,171 (0,501)					
Handel/service	-0,130 (0,673)					
Industri	0,251 (0,371)	0,425 (0,003)**	0,435 (0,002)**	0,451 (0,002)**		
Direktører	-0,186 (0,784)	-0,329 (0,624)	-0,269 (0,715)	-0,407 (0,588)	-0,676 (0,379)	-0,827 (0,300)
Jus. R2	0,085	0,097	0,104	0,074	0,029	0,008
F signifikansniveau	0,036**	0,004**	0,002**	0,005**	0,073*	

** signifikant på et 5 procent niveau, * signifikant på et 10 procent niveau

mance, hvilket medfører, at hypotese H3 på den baggrund ikke kan afvises. Dog ses det, at Aldervariablen kun er signifikant forskellig på et 10 procents niveau i de tre første ligninger. Industriadummyvariablen er igen signifikant, hvilket ligeledes gælder variabelen Vækst.

Andelen af bestyrelsesmedlemmer over 65 eller over 70 har imidlertid ingen signifikant indflydelse på Tobin's Q (begge har negativt fortegn, men resultaterne er udeladt her pga. pladshensyn). Analysens resultater giver således et vist belæg for, at bestyrelsen til stadighed bør arbejde for, at bestyrelsen fornyes med yngre bestyrelsesmedlemmer. Dette kan medvirke til at sikre

en årvågen kontrol med direktionen samt en større grad af innovation og fornyelse i bestyrelsesarbejdet, hvilket er en afgørende forudsætning for virksomhedens overlevelse på lang sigt. Bestyrelsesformandens alder samt spredningen på bestyrelsespersonernes alder har ingen signifikant indflydelse på performance.

Tabel 6 viser, hvorledes det gennemsnitlige antal ledelseshverv for bestyrelsen påvirker performance. Det ses, at variabelen Ledelseshverv ikke har nogen signifikant indflydelse på performance, selvom fortegnet er negativt i alle de estimerede ligninger. Dette er også tilfældet, hvis man regresserer det samlede antal ledelses-

Tabel 5. Regressionsresultater med Tobi's Q som afhængig variabel. 113 observationer med heteroskedastiske residualer jfr. White (1980). Tallene i parentes er signifikans niveau.

Uafhængige variable:	1.	2.	3.	4.	5.	6.
Konstant	3,672 (0,064)*	3,604 (0,056)*	3,667 (0,054)*	4,017 (0,043)*	3,653 (0,000)**	4,288 (0,000)**
Aflønning	1,092 (0,239)	1,097 (0,237)	0,779 (0,399)	0,934 (0,234)		
Vækst	0,621 (0,016)**	0,611 (0,016)**	0,559 (0,043)**	0,572 (0,040)**		
lnEjerskab	-0,223 (0,728)	-0,212 (0,732)	-0,355 (0,565)	-0,375 (0,559)		
lnStørrelse	-0,080 (0,283)	-0,080 (0,287)				
Std.afv. størrelse	0,000 (0,265)					
Insider	0,004 (0,926)					
Optioner	0,149 (0,553)	0,142 (0,572)	0,159 (0,535)			
Handel/service	-0,031 (0,925)					
Industri	0,314 (0,321)	0,308 (0,038)**	0,337 (0,017)**	0,365 (0,004)**	0,405 (0,005)**	
Alder	-0,025 (0,097)*	-0,027 (0,100)*	-0,031 (0,072)*	-0,033 (0,024)**	-0,046 (0,002)**	-0,052 (0,000)**
Jus. R2	0,103	0,099	0,098	0,101	0,059	0,035
F signifikansniveau	0,027**	0,006**	0,002**	0,002**	0,013**	

** signifikant på et 5 procent niveau, * signifikant på et 10 procent niveau

hverv i andre selskaber mod performance samt formandens antal ledelseshverv i andre selskaber (resultaterne er udeladt pga. pladshensyn). På den baggrund synes Nørby-udvalgets konkrete anbefaling om, at bestyrelsesmedlemmerne kun bør have et beskedent antal ledelseshverv i andre virksomheder uberettiget, da hypotese H4 således må afvises.

Det fremgår af afsnit 4, at der er nogle bestyrelsesmedlemmer, hvor det har vist sig at være umuligt at få oplysning om personens alder. For at se om denne potentielle bias kan have påvirket resultatet, er der foretaget endnu en regression af Tobi's Q som afhængig variabel, kun med

de selskaber, hvor alderen for alle bestyrelsesmedlemmer er fundet. Dette viser sig imidlertid ikke at ændre på resultaterne, da Alder stadig er signifikant negativ.

Resultatet ændres ikke, når man udelader alle de selskaber, hvor alderen for én person i bestyrelsen mangler (hvilket er det mest forekommende).

Det et almindelig kendt problem, at udeladelse af variable kan give anledning til ikke konsistente parametre (jfr. bl.a. Wooldridge (2002) kap. 4). Det synes derfor relevant at se, om en test af hypoteserne i separate ligninger ændrer billedet. Dette er dog ikke tilfældet, hvilket også gælder når

Tabel 6. Regressionsresultater med *Tobi's Q* som afhængig variabel. 113 observationer med heteroskedastiske residualer jfr. White (1980). Tallene i parentes er signifikans niveau.

Uafhængige variable:	1.	2.	3.	4.
Konstant	2,212 (0,057)*	1,154 (0,004)**	0,960 (0,000)**	1,393 (0,000)**
Aflønning	1,013 (0,273)			
Vækst	0,700 (0,005)**	0,657 (0,008)**	0,685 (0,008)**	
lnEjerskab	-0,184 (0,402)			
lnStørrelse	-0,100 (0,150)	-0,038 (0,488)		
Std.afv. størrelse	0,000 (0,318)			
Insider	0,001 (0,803)			
Optioner	0,193 (0,414)	0,298 (0,180)		
Handel og service	-0,087 (0,769)			
Industri	0,298 (0,305)	0,371 (0,041)*	0,370 (0,014)**	
Ledelseshverv	-0,019 (0,437)	-0,023 (0,381)	-0,017 (0,479)	-0,007 (0,781)
Jus. R2	0,079	0,109	0,105	0,004
F signifikansniveau	0,034**	0,003**	0,002**	

** signifikant på et 5 procent niveau, * signifikant på et 10 procent niveau

der foretages en regression med samtlige variable fra hypoteserne.

I studiet af Carter, Simkins og Simpson (2003) tages den naturlige logaritme til en række bestyrelsesvariable bl.a. bestyrelsesstørrelse (jfr. p. 43), og det kan således med rette tænkes, at den manglende transformation kan være årsag til, at der ikke i denne undersøgelse f.eks. findes en signifikant sammenhæng mellem bestyrelsesstørrelse og performance. Dette er dog ikke tilfældet i denne undersøgelse, eftersom resultaterne ikke ændres, når man tager den naturlige logaritme til bestyrelsesstørrelse (eller de andre bestyrelsesvariable).

Analysens beregninger forudsætter alle, at kausaliteten går fra den pågældende bestyrelsesvariabel til performancevariablen. Man kan imidlertid gøre gældende, at bestyrelsesstrukturen næppe er ekso-gen dvs. kausaliteten kan tænkes at gå fra performance til bestyrelsesstruktur. Eksempelvis kan det tænkes, at bestyrelsen skiftes ud, når et selskab klarer sig økonomisk dårligt, hvilket kan have betydning for alderskoefficienten. Et andet tilfælde omfatter performanceproblemer i fusione-rede virksomheder, der ofte har store virksomheder, fordi de fusionerede virksomheder slår deres bestyrelser sammen.

Økonometrisk rejser dette en række problemer, hvoraf det alvorligste er, at de estimerede koefficienter ikke er efficiente. Problemet kan delvis afhjælpes ved, at man opstiller et simultant ligningssystem, hvor der gøres brug af såkaldte instrumentvariable, hvor systemet estimeres f.eks. ved "two stage least squares", jfr. Johnston & DiNardo, 1997, kapitel 9 for en beskrivelse af simultane ligningssystemer. Instrumentvariable er definitorisk variable, som anses som værende eksogene og uafhængige af restleddet. Rent beregningsmæssigt er det sjældent et problem at estimere simultane ligningssystemer. Udfordringen ligger derimod i at kunne identificere anvendelige instrumentvariable, hvilket langtfra er nogen let øvelse, eftersom instrumentvariablene sjældent kan antages at være eksogene, hvilket bl.a. medfører, at man i mange tilfælde må være varsom med at drage håndfaste konklusioner, hvilket bl.a. diskuteres indgående af Himmelberg, Hubbard og Palia (1999). Hvis man kunne identificere en eksogen målbar variabel, der f.eks. kunne anses for at påvirke bestyrelsens gennemsnitsalder, men som ikke samtidig påvirker performance, kunne man i teorien opstille et simultant ligningssystem. Dog skulle man supplere med en ekstern variabel, der udelukkende påvirker performance og ikke gennemsnitsalderen, før systemet ville kunne siges at være identificeret. Dette er i sagens natur vanskeligt og derfor ikke foretaget i denne analyse, da det ikke er muligt at identificere et tilstrækkeligt antal instrumentvariable i datasættet.

Diskussion og afrunding

Resultaterne af analysen viser, at de undersøgte bestyrelsesvariable overordnet set kun har beskeden indflydelse på performance, når der ses bort fra den negative sammenhæng mellem bestyrelsens gennemsnitsalder og performance, der selv i flere af de estimerede ligninger kun er signifikant på et 10 procent niveau.

Undersøgelsen viser, at sammensætningen af bestyrelsen i danske børsnoterede ikke adskiller sig nævneværdigt fra Nørby-rapportens anbefalinger, henset til antallet af bestyrelsesmedlemmer samt andelen af direktører repræsenteret i selskabets bestyrelse, om end det gennemsnitlige antal ledelseshverv er højere end Nørby-rapportens anbefalede maksimum. Umiddelbart synes resultaterne ikke at kunne støtte Nørby-rapportens anbefalinger om bestyrelsens sammensætning, eftersom undersøgelsen ikke finder en tilstrækkelig signifikant sammenhæng mellem anbefalingerne og selskabernes finansielle performance. På den baggrund er det derfor positivt, at man i den nyeste udgave af Nørby-rapporten fra maj 2005 har modificeret en række anbefalinger, f.eks. at der nu ikke længere maksimalt bør være 6 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer.

Som beskrevet i artiklen, viser internationale undersøgelser, at det er vanskeligt at identificere bestyrelsesvariable, der har en signifikant indflydelse på virksomhedernes performance. Dette kan skyldes flere årsager. For det første er det vanskeligt generelt at identificere variable, der har en signifikant indflydelse på performance (f.eks. er en bestyrelses uafhængighed i princippet en latent variabel, og det er sjældent muligt at identificere tilstrækkelige med instrumentvariable i analysen). For det andet, er de afgørende variable, som er udslagsgivende for bestyrelsens succes eller mangel på samme, svære at kvantificere, f.eks. medlemmernes kompetence, erfaring, overblik samt evnen til at tænke innovativt etc. En af politikimplikationerne af undersøgelsen er derfor, at den fremtidige forskning på området bør gå alternative veje i bestræbelserne på at identificere hvilke faktorer der er udslagsgivende for en virksomheds økonomisk succes eller mangel herpå.

Denne artikel foretager en analyse af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer og ser således bort fra de medarbejdervalgte repræsentanter. Medarbejderne har i Danmark ret til at

besætte en tredjedel af pladserne i virksomheder med over 35 ansatte årligt. Den oprindelige Nørby-rapport nævner ikke medarbejderrepræsentanterne med ét ord, og den opfølgende rapport udtrykker sig tvivlende over for deres uafhængighed og dermed deres evne til at overvåge direktionen. For at få et fuldstændigt billede af bestyrelsesstrukturen er det derfor nødvendigt at inddrage de medarbejdervalgte i analysen.

Hovedårsagen til, at medarbejderrepræsentanterne er blevet udeladt i denne undersøgelse er, at det er særdeles vanskeligt at fremskaffe de relevante data, og det er tvivlsomt, hvor meget indflydelse medarbejderrepræsentanterne i realiteten har (forfatteren udgiver sammen med statistiker Hans Kurt Kvist til efteråret en bog på Handelshøjskolens forlag, der foretager en omfattende empirisk analyse af de medarbejdervalgtes rolle og funktion).

Analysen tager udgangspunkt i en mellem-lang periode, og det er uvist, om de manglende signifikante sammenhænge vil kunne genfindes, hvis man udvidede perioden til at omfatte en lang periode, f.eks. 10-15 år, hvilket må være en oplagt opgave for den fremtidige forskning på området. Desuden er det ikke undersøgt, om de insignifikante resultater går igen, hvis man anvender alternative performance mål.

Undersøgelsen dokumenterer, at det kun er ganske få bestyrelsesmedlemmer, der samtidig er direktører i selskabet. Desuden

viser analysen, at bestyrelsens størrelse i danske børsnoterede virksomheder er forholdsvis beskeden, selv når man ser bort fra evt. medarbejdervalgte. Modsat internationale undersøgelser finder denne artikel ikke, at der skabes værdi til aktionærerne ved at mindske antallet af bestyrelsesmedlemmer. Artiklen finder imidlertid, at jo højere gennemsnitsalderen er for bestyrelsen, des dårligere klarer virksomheden sig, men sammenhængen er ikke stærkt signifikant (bestyrelsesformandens alder uden betydning).

En nærliggende forklaring på, at det svært at identificere en klar sammenhæng mellem virksomhedens finansielle performance og bestyrelsesstrukturen er, at under normale omstændigheder spiller bestyrelsens rolle og virke ikke en afgørende betydning. Kun når selskabet er i vanskeligheder eller står over for en alvorlig udfordring, er der meget, der taler for, at sammensætningen af bestyrelsen er udslagsgivende. I den forbindelse er det værd at bemærke, at det ikke er tilstrækkeligt for at sikre en effektiv bestyrelse, at de enkelte bestyrelsesmedlemmer hver især besidder stærke kompetencer. Derimod er det af fundamental betydning for selskabets langsigtede overlevelse, at arbejdsklimaet i bestyrelsen er optimalt, samt at formanden evner at skabe en stemning, hvor de enkelte medlemmer ser sig som en del af et hold med fælles målsætninger for selskabets fremtid.

Summary

The article analyses board composition in Danish listed companies, based on the discussion on good corporate governance. The report by the Nørby committee on good corporate governance includes several specific recommendations for the composition of boards. The analysis seeks to identify if any specific board structures enhance companies' financial performance. The conclusion is, however, that they do not. It is argued that the Copenhagen

Stock Exchange requirement to companies of 'comply or explain' in this context is unfortunate, as increased compliance with the Nørby Committee recommendations on boards does not add to company value creation. It is argued that an effective board composition depends specifically on the individual company, and that the role and actions of the board are decisive in a time of crisis, or when a company is subject to external pressure.

Noter

*) Anders Larsen takkes for en fortrinlig forskningsassistance. Michael Møller og Hans Kurt Kvist takkes for konstruktive kommentarer til artiklen. Deltagerne i frokostseminar d. 20. april, 2003 på Institut for Finansiering, takkes ligeledes for konstruktiv kritik. Endelig takkes en anonym referee for konstruktive kommentarer til artiklen. Alle evt. fejl og mangler er naturligvis forfatterens

Litteratur

Bhagat, Sanjai and Bernard Black : "The Relationship between Board Composition and Firm Performance" in Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research, edited by Klaus J. Hopt, pp. 281-306, 1998.

Bennedsen, Morten og Kasper Nielsen: "Bestyrelser i unoterede danske virksomheder", Nationaløkonomisk Tidsskrift, December 2002.

Bennedsen, Morten og Kasper Nielsen: "Ejerskabsstruktur og kontrolallokering i unoterede danske virksomheder", Nationaløkonomisk Tidsskrift, December 2001.

Borokhovich, Kenneth, Robert Parino and Teresa Trapni : "Outside Directors and CEO Selection" Journal of Financial and Quantitative Analysis v. 31 pp.337-355, 1996.

Fama, Eugene : "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy v. 88 pp. 288-307, 1980.

Fama, Eugene and Michael Jensen : "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics v. 26 pp.301-325, 1983.

Hermalin, Benjamin and Michael S. Weisbach : "The Determinants of Board Composition", Rand Journal of Economics v. 19 pp.589-606, 1988.

Hermalin, Benjamin and Michael S. Weisbach : "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", Financial Management v.20 pp. 101-112, 1991.

Hermalin, Benjamin and Michael S. Weisbach : "Endogenously Chosen Boards

of Directors and Their Monitoring of the CEO", American Economic Review v. 88 pp.96-118, 1998.

Johnston, Jack and John DiNardo : "Econometric Methods", forth ed. McGraw-Hill, 1997.

Lausten, Mette : CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance, Working paper from The Aarhus School of Business, 1998.

Loderer, C and K. Martin : Executive stock ownership and performance. Tracking faint traces, Journal of Financial Economics 45 pp. 223-255, 1997.

Mork, R., A. Shleifer and R.W. Vishny : "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", Journal of Financial Economics Vol. 20 pp: 293-315, 1988.

Neumann, Robert og Torben Voetmann : "Markedet for Direktører", Finans/Invest v.8, 1999.

Perry, T.: "Incentive compensation for outside directors and CEO Turnover" WP Arizona State University, 1999.

Rosenstein, Stuart and J.G. Wyatt: "Outside Directors, Board Independence and Shareholders Wealth", Journal of Financial Economics v. 26 pp.175-191, 1990.

Thomsen, Steen (red.), Jens Valdemar Krenchel (red.) : "Corporate governance i Danmark. Om god selskabsledelse i et dansk og internationalt perspektiv", Dansk Industri 2004.

Weisbach, Michael S.: "Outside Directors and CEO Turnover" Journal of Financial Economics v. 20 pp. 431-461, 1988.

Weir, Charlie, David Laing and Philip J. McKnight : "An analysis of the impact of corporate governance on the performance of UK firms", Working paper posted at the SSRN, 2001.

Wooldridge, J.: "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data" 1.ed. MIT Press, 2002.

Yermack, David : "Higher market valuation of companies with small board of directors", Journal of Financial Economics, 40: 185-211, 1996.